

# 三季度央行调查问卷点评

## 货币政策感受指数升至相对高位

三季度调查问卷主要反映出经济的弱复苏态势。我们认为随着国内疫情对于经济的影响逐渐缓解，内需展现出一定韧性，四季度需要关注复苏的持续性。其次，消费能否回暖以及稳地产政策能否落地见效是影响四季度经济增速的重要变量。货币政策受到海外央行持续走鹰和国内通胀上升影响，宽松空间有限。短期内关注二十大对于后续整体经济工作的部署。

- **三季度经济热度指数小幅回暖，货币政策维持宽松基调。**央行三季度调查问卷显示，宏观经济热度指数小幅回暖；企业经营景气指数和盈利指数均下降，资金周转指数和销货款回笼指数上升，国内及出口订单指数上升，产品销售价格指数和原材料购进价格指数下降；银行业景气指数和盈利指数上升，贷款需求指数小幅上升，货币政策感受指数升至高位；居民收入感受指数上升，但就业感受指数下降，消费倾向小幅上升，储蓄倾向下降，投资风险偏好上升，对物价上涨预期上升，房价预期上涨比例持续回落。
- 具体来看，三季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数小幅回升。从回升幅度来看，复苏斜率偏缓，主要是因为今年疫情影响相比2020年而言程度较低但时间更长。从分类看，银行家宏观经济热度指数反弹高于企业家宏观经济热度指数。就9月制造业PMI回升到荣枯线上方来看，预计四季度将持续呈现弱复苏态势。
- **三季度企业经营状况暂未好转，主要原因在于原材料行业价格涨势趋缓，影响工业企业盈利表现。**虽然资金状况有所改善，但盈利情况仍有压力。此外，外需拖累及人民币汇率波动幅度加大，也加剧了企业经营环境压力。目前主动去库仍在持续，企业经营能否回暖需要继续观察采购、新订单指数能否持续好转。
- **货币政策感受指数已升至相对高位，但宽信用进程仍不稳固。**从贷款需求指数和货币政策感受指数的差异可以看出，宽信用进程仍不稳固，贷款需求指数回升较慢，货币政策宽松拉动实体经济融资效果不及2020年。宽货币方面，随着四季度大额中期借贷便利到期，实体经济贷款需求仍在回升，货币政策仍将维持相对宽松水平，但资金供给力度可能边际收敛。此外，海外主要央行仍保持偏鹰态度，也限制了国内宽松货币政策空间。宽信用方面，银行业盈利指数回升，意味着存款挂牌利率下调的情况下，银行推动实体贷款的空间进一步打开，一方面以设备更新改造专项再贷款提振制造业中长期贷款回升，另一方面以“保交楼”专项借款稳定房地产业贷款需求。
- **居民部门对于房价上涨的信心未能扭转，但对于大额商品及旅游消费、金融投资的支出意愿有所提升，居民消费有望进一步回暖。**但由于疫情影响暂未完全消退，失业率仍是未来较大问题。物价方面，猪周期的影响仍在，国内通胀仍有上行压力，居民对未来物价预期指数仍然偏高，需要关注未来猪肉价格上升可能性以及可能出现的异常气候对于鲜菜鲜果价格的影响。

**风险提示：**全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

### 相关研究报告

《10月宏观经济展望：关注内需复苏的持续性，勿低估美联储的决心》2022.10.09

《9月PMI数据点评：旺季生产推升制造业景气度》2022.9.30

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

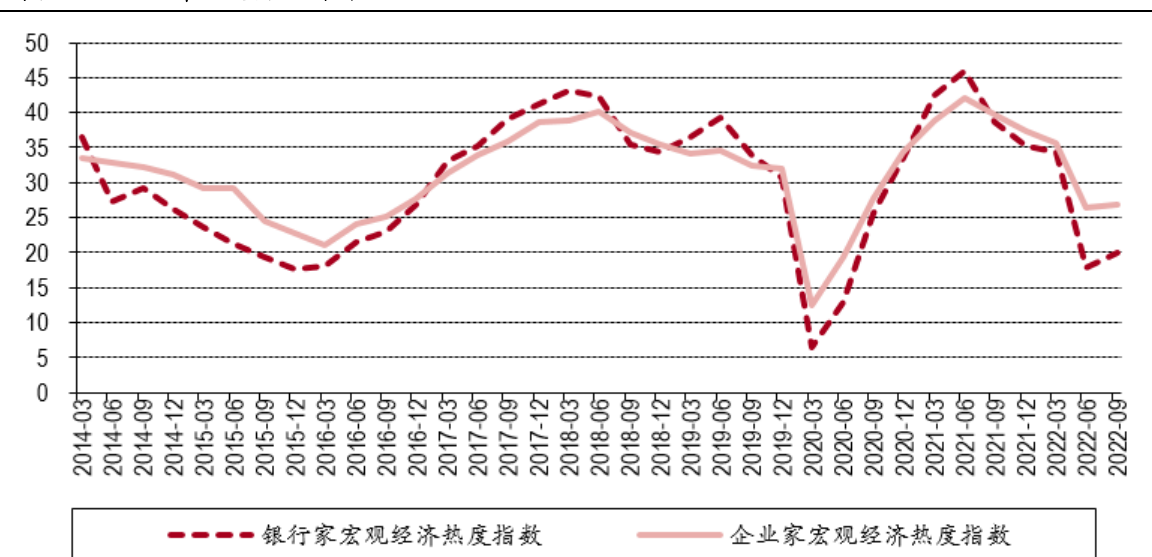
事件：10月9日，央行发布2022年三季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

## 宏观经济热度指数小幅回升

**企业家与银行家宏观经济热度指数均小幅回升，但恢复程度不及2020年二季度。**企业家宏观经济热度指数为26.9%，比上季上升0.4个百分点，比上年同期下降12.9个百分点。其中，46.9%的企业家认为宏观经济“偏冷”，52.2%认为“正常”，0.8%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为19.9%，比上季上升2.1个百分点。其中，有37.4%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季增加4.3个百分点；有61.4%的银行家认为“偏冷”，比上季减少4.2个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为29.7%，高于本季9.8个百分点。

三季度央行调查问卷显示宏观经济热度指数小幅回升。从回升幅度来看，复苏斜率偏缓，主要是因为今年疫情影响相比2020年而言程度较低但时间更长。从分类看，银行家宏观经济热度指数反弹高于企业家宏观经济热度指数。就9月制造业PMI回升到荣枯线上方来看，预计四季度将持续呈现弱复苏态势。

图表 1. 宏观经济热度指数 (%)



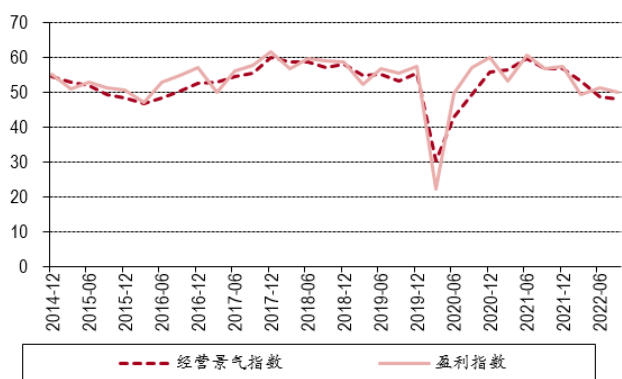
资料来源：万得，中银证券

## 上游行业价格回落影响工业企业盈利

**企业经营景气指数和盈利指数走低。**经营景气指数为48.1%，比上季下降0.6个百分点，比上年同期下降8.5个百分点。其中，16.4%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，63.4%认为“一般”，20.3%认为“较差”。二季度企业经营景气指数较一季度继续回落，主要是受到国内疫情反弹拖累内需的影响。盈利指数为50.0%，比上季下降1.2个百分点，比上年同期下降6.7个百分点。其中，30.5%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，38.9%认为“盈亏不变”，30.5%认为“增亏或减盈”。三季度企业经营景气指数和盈利指数较二季度下滑，其中前者反映出疫情持续对企业生产经营造成的负面影响没有消退，后者反映出上游行业价格回落影响下，工业企业盈利整体走弱的趋势。

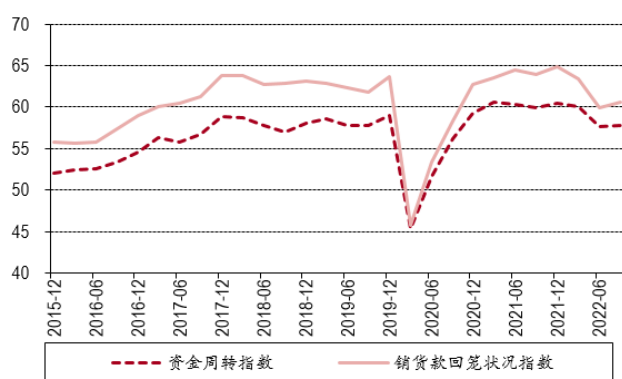
**企业财务数据小幅上行。**资金周转指数为57.8%，比上季上升0.1个百分点，比上年同期下降2.1个百分点。其中，29.6%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，56.4%认为“一般”，14.0%认为“困难”。销货款回笼指数为60.6%，比上季上升0.7个百分点，比上年同期下降3.3个百分点。其中，30.8%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，59.7%认为“一般”，9.5%认为“困难”。随着供应链恢复正常，企业销售进入持续修复阶段。在上游原材料企业主动去库存、下游需求回暖的共同作用下，产成品库存持续下降。

图表 2. 企业经营情况 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 资金状况 (%)

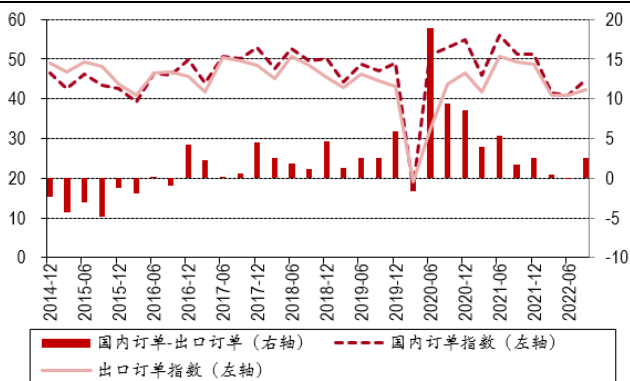


资料来源：万得，中银证券

**出口及国内订单指数上升，内需更具韧性。**出口订单指数为 42.2%，比上季上升 1.2 个百分点，比上年同期下降 7.2 个百分点。其中，15.8% 的企业家认为本季出口订单比上季“增加”，52.8% 认为“持平”，31.4% 认为“减少”。国内订单指数为 44.8%，比上季上升 3.8 个百分点，比上年同期下降 6.4 个百分点。其中，17.3% 的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，55.0% 认为“持平”，27.8% 认为“减少”。

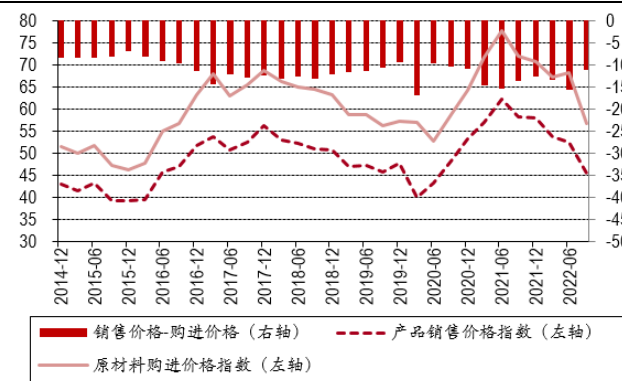
**原材料购进价格指数大幅下降，工业企业成本压力缓解。**产品销售价格感受指数为 45.4%，比上季下降 6.9 个百分点，比上年同期下降 12.7 个百分点。其中，10.4% 的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，70.1% 认为“持平”，19.5% 认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 56.7%，比上季下降 11.4 个百分点，比上年同期下降 15.3 个百分点。其中，26.9% 的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，59.5% 认为“持平”，13.6% 认为“下降”。三季度原材料购进价格指数和产品销售价格指数下行，前者下行幅度较大，主要在于工业企业成本压力缓解。其中 8 月 PPI 增速明显回落，全部工业品同比增速下降至 2.3%，生产资料同比增速下降至 2.4%，价格贡献持续减弱，是工业企业盈利表现走弱的主要原因。

图表 4. 订单指数 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 价格指数 (%)



资料来源：万得，中银证券

三季度企业经营状况暂未好转，主要原因在于原材料行业价格涨势趋缓，影响工业企业盈利表现。虽然资金状况有所改善，但盈利情况仍有压力。此外，外需拖累及人民币汇率波动幅度加大，也加剧了企业经营环境压力。目前主动去库仍在持续，企业经营能否回暖需要继续观察采购、新订单指数能否持续好转。



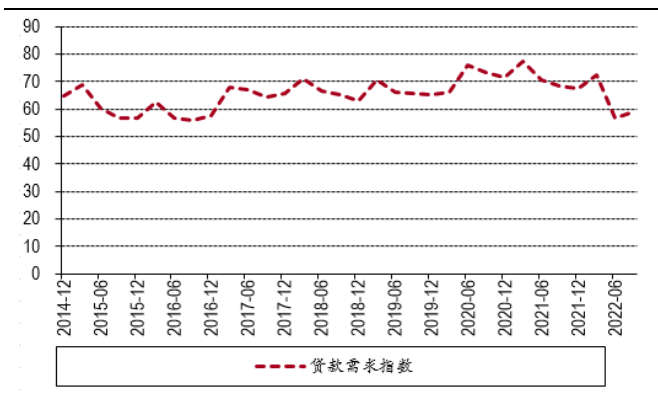
## 货币政策感受指数已升至高位

**银行业盈利指数回升较快。**虽然三季度银行业仍受到实体经济融资需求下降的影响，景气指数仅略有回升，但受益于资金面宽松，盈利指数回升较快。银行业景气指数为66.4%，比上季上升0.4个百分点，比上年同期下降3.6个百分点。银行盈利指数为62.3%，比上季上升2.2个百分点，比上年同期下降2.8个百分点。

**基建和批发零售业贷款需求指数上升幅度较高。**贷款总体需求指数为59.0%，比上季上升2.4个百分点，比上年同期下降9.3个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为60.6%，比上季上升1.0个百分点；基础设施贷款需求指数为61.3%，比上季上升2.9个百分点；批发零售业贷款需求指数为56.3%，比上季上升2.5个百分点；房地产企业贷款需求指数为40.6%，比上季下降0.9个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为53.6%，比上季上升2.1个百分点；中型企业为55.6%，比上季上升1.4个百分点；小微企业为63.8%，比上季上升2.8个百分点。三季度贷款需求指数整体回升，分行业看，除房地产业贷款需求指数下降外，其他行业均有回升，基建和批发零售业上升幅度较高。分规模看，小微企业贷款需求指数上升幅度最高。

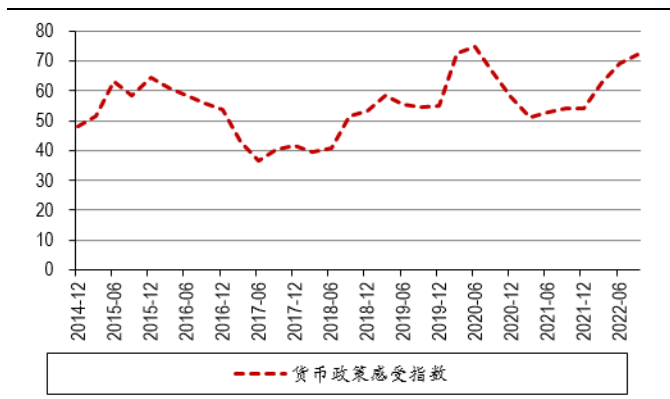
**货币政策感受指数再次上升。**货币政策感受指数为72.3%，比上季上升3.0个百分点，比上年同期上升18.1个百分点。其中，有45.8%的银行家认为货币政策“宽松”，比上季增加5.5个百分点；53.0%的银行家认为货币政策“适度”，比上季减少4.9个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为72.7%，高于本季0.4个百分点。三季度央行开启年度第二次降息，延续了上半年上缴结存利润等操作的宽松基调，同时依旧保持货币市场资金面宽松，因此稳定了市场的宽松预期，推动货币政策感受指数再次上升。

图表 6. 贷款需求指数 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 货币政策感受指数 (%)



资料来源：万得，中银证券

**货币政策感受指数已升至相对高位，但宽信用进程仍不稳固。**从贷款需求指数和货币政策感受指数的差异可以看出，宽信用进程仍不稳固，贷款需求指数回升较慢，货币政策宽松拉动实体经济融资效果不及2020年。宽货币方面，随着四季度大额中期借贷便利到期，实体经济贷款需求仍在回升，货币政策仍将维持相对宽松水平，但资金供给力度可能边际收敛。此外，海外主要央行仍保持偏鹰态度，也限制了国内宽松货币政策空间。

宽信用方面，银行业盈利指数回升，意味着存款挂牌利率下调的情况下，银行推动实体贷款的空间进一步打开，一方面以设备更新改造专项再贷款提振制造业中长期贷款回升，另一方面以“保交楼”专项借款稳定房地产业贷款需求。

## 居民储蓄意愿小幅下降

居民收入情况改善，但就业形势更加严峻。城镇储户调查问卷显示三季度收入感受指数为47.0%，比上季上升2.5个百分点。其中，12.2%的居民认为收入“增加”，比上季增加1.4个百分点，69.7%的居民认为收入“基本不变”，比上季增加2.2个百分点，18.1%的居民认为收入“减少”，比上季减少3.6个百分点。收入信心指数为46.5%，比上季上升0.8个百分点。就业感受指数为35.4%，比上季下降0.2个百分点。其中，9.7%的居民认为“形势较好，就业容易”，45.1%的居民认为“一般”，45.2%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为45.3%，比上季上升0.8个百分点。三季度国内失业率有所回落，但16-24岁人口失业率进一步走高，7月一度达到19.9%，我们认为稳就业仍是四季度重心。

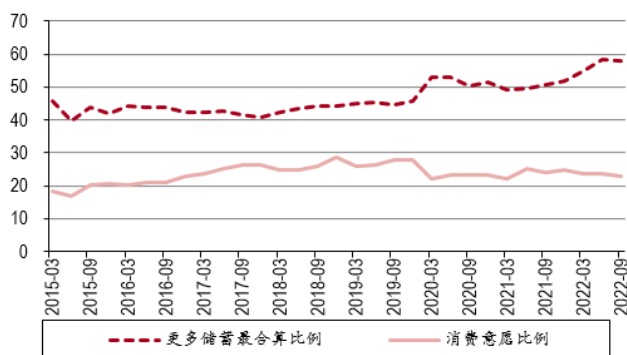
居民消费和储蓄意愿小幅下降，投资意愿上升且风险偏好有所回升。倾向于“更多消费”的居民占22.8%，比上季减少1.0个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占58.1%，比上季减少0.3个百分点；倾向于“更多投资”的居民占19.1%，比上季增加1.2个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为45.6%、23.2%和16.2%。

图表 8. 居民收入感受指数和未来收入信心指数 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 居民消费和储蓄意愿比例 (%)

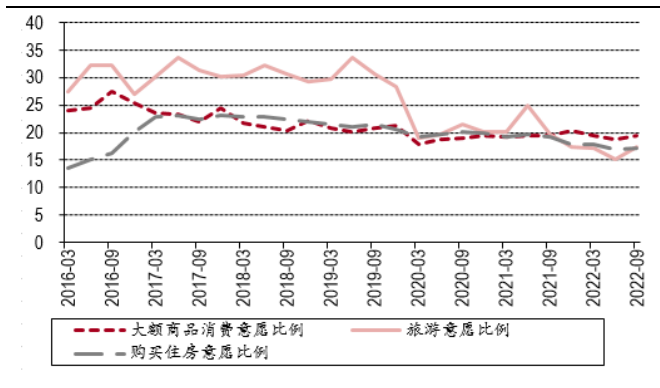


资料来源：万得，中银证券

旅游及大额商品消费倾向回暖。问及未来三个月准备增加支出的项目时，居民选择比例由高到低排序为：教育（30.0%）、医疗保健（27.2%）、大额商品（19.4%）、社交文化和娱乐（18.8%）、旅游（17.3%）、购房（17.1%）、保险（14.1%）。与二季度相比，教育及旅游消费倾向相比二季度上升1.9个百分点，其中旅游消费倾向二季度受疫情影响较大，有待进一步释放。与之相同的是社交文化娱乐的消费倾向也上升了0.7个百分点。其次大额商品消费倾向也上升了0.7个百分点，随着收入改善和消费政策继续推出，预计该项支出将继续回升。消费倾向下降的项目为医疗保健。此外，购房倾向仅小幅上升0.2个百分点，三季度地产销售仍不景气，随着季末央行再次放松多项住房利率贷款政策，仍需继续观察稳地产政策落地效果，目前来看国庆期间商品房成交高频数据难言回暖。

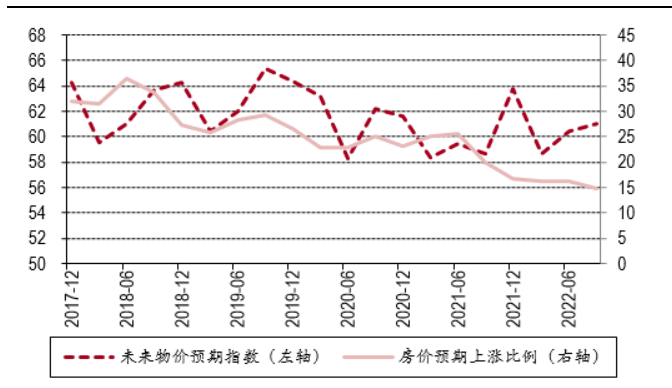
居民对房价上涨的预期不高，但对物价上涨的预期大幅上升。对下季度，物价预期指数为61.0%，比上季上升0.6个百分点。其中，28.1%的居民预期下季物价将“上升”，52.1%的居民预期“基本不变”，8.6%的居民预期“下降”，11.2%的居民“看不准”。对下季房价，14.8%的居民预期“上涨”，56.6%的居民预期“基本不变”，16.3%的居民预期“下降”，12.4%的居民“看不准”。

图表 10.三大主要消费意愿比例 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 11.居民预期未来房价上涨的比例 (%)



资料来源：万得，中银证券

从三季度调查问卷来看，居民部门对于房价上涨的信心未能扭转，但对于大额商品及旅游消费、金融投资的支出意愿有所提升，居民消费有望进一步回暖。但由于疫情影响暂未完全消退，失业率仍是未来较大问题。物价方面，猪周期的影响仍在，国内通胀仍有上行压力，居民对未来物价预期指数仍然偏高，需要关注未来猪肉价格上升可能性以及可能出现的异常气候对于鲜菜鲜果价格的影响。

### 三季度调查问卷呈现出经济的弱复苏态势

**三季度经济热度指数小幅回暖，货币政策维持宽松基调。**央行三季度调查问卷显示，宏观经济热度指数小幅回暖；企业经营景气指数和盈利指数均下降，资金周转指数和销贷款回笼指数上升，国内及出口订单指数上升，产品销售价格指数和原材料购进价格指数下降；银行业景气指数和盈利指数上升，贷款需求指数小幅上升，货币政策感受指数升至高位；居民收入感受指数上升，但就业感受指数下降，消费倾向小幅上升，储蓄倾向下降，投资风险偏好上升，对物价上涨预期上升，房价预期上涨比例持续回落。整体来看，三季度宏观经济整体呈现弱复苏态势，内需具备韧性但工业企业盈利受到上游行业价格回落影响，居民收入信心和支出意愿提升但就业形势仍需警惕，货币政策则是保持了全面宽松基调。

**四季度关注复苏持续性。**随着国内疫情对于经济的影响逐渐缓解，内需展现出一定韧性，需要关注复苏的持续性。其次，消费能否回暖以及稳地产政策能否落地见效是影响四季度经济增速的重要变量。货币政策受到海外央行持续走鹰和国内通胀上升影响，宽松空间有限。短期内关注二十大对于后续整体经济工作的部署。

**风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371